

2017年7月12日 全7頁

遅すぎる出口戦略の副作用

BIS はリーマン・ショック以来の金融危機を警告

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 93

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

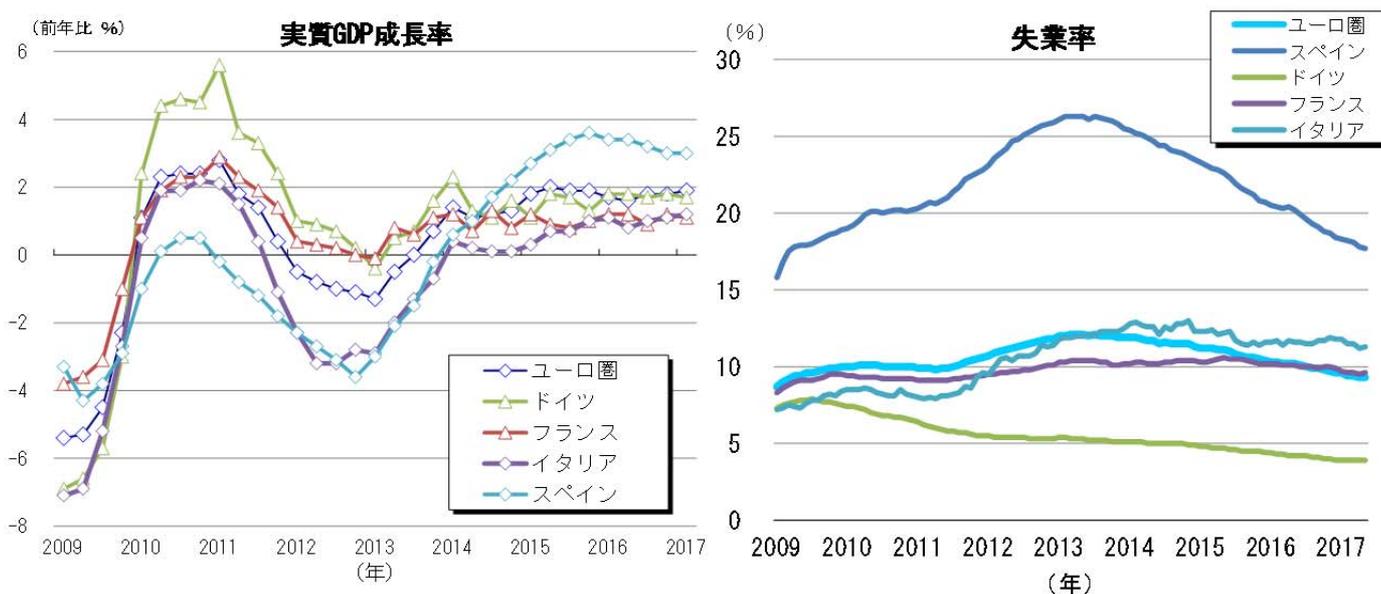
- ユーロ圏では、2017年第1四半期の実質GDP成長率が前年同期比+1.9%と大きく拡大し、過去12ヵ月間で景況感は劇的に改善した。実際に広範囲な国やセクターで回復が見られており、堅調な労働市場や輸入増により、市場コンセンサス予想も楽観的な見方が拡大している。景気回復が加速しつつある背景には、ECBの非伝統的金融政策の継続により民間セクターのバランスシートが改善し、積極的な投資や消費を支えていることが挙げられる。
- BISが6月25日に発表した年次報告書は、過去1年で世界経済の景況感が飛躍的に改善したことから、量的緩和と超低金利の金融政策の正常化を図るよう、政策決定者に促している。6月27日のECBフォーラムでの「金融政策におけるいくつかのパラメータを調整し景気を回復させる」とのドラギ総裁の発言は、非常に緩やかなペースであるもののついに出口戦略が本格的に開始されると市場では解釈された。ただユーロ圏でのインフレ圧力は弱く目標の2%からほど遠いことから、FEDのような迅速な出口戦略にはならないというのがメインシナリオとされている。
- 特にBISは、家計債務の増大を危惧しており、長年にわたり世界の主要中銀が導入してきた非伝統的金融政策が招いた、世界的な債務水準の大幅な上昇は深刻な事態であると強調している。ひとたび危機が起これば、主要国の中銀は、インフレ対策のため金利引き上げを余儀なくされ、現在の経済成長に終止符が打たれるだろうと警告する。特に前回の金融危機の直撃を回避し得たカナダや、中国、タイ、香港などの債務水準は長期平均をはるかに上回るレベルに達しており、金融の過熱ぶりは英米よりもはるかに高いと警戒している。
- 世界の市場や中央銀行の政策担当者が、一種の安心感に浸っている中で、債務危機への警告を率直に発したBISは、ある意味で称賛に値するといえる。ただ世界貿易が回復し、主要経済国の大半でGDPが改善基調にある現状に政策担当者は満足しており、過剰債務による危機の兆しを憂慮するBISからの警告にどれだけ耳を傾けるかは疑問であろう。

好調な主要国経済の中でも回復著しいユーロ圏

2016年の下半期から主要国経済の景況感が急激に改善している。特にユーロ圏では、2017年第1四半期の実質GDP成長率が前年同期比+1.9%と大きく拡大し、過去12ヵ月間で景況感は劇的に改善した。実際に広範囲な国やセクターで回復が見られており、堅調な労働市場や輸入増により、市場コンセンサス予想を見ても楽観的な見方が拡大している。フランスの政治リスク後退やスペインの経済改革が長期的な成長政策への期待を高めていることもプラス材料といわれ、力強い経済指標からも年末に向け景気拡大基調が示唆される。

その背景には、ECBの非伝統的金融政策の継続により民間セクターのバランスシートが改善し、積極的な投資や消費を支えていることが挙げられる。ここ数年、健全なドイツ経済だけが一人勝ちの様相を見せていたのとは違い、ユーロ圏経済の回復は全域的なものとなっている。特に金融危機で大打撃を受けた、南欧諸国の回復基調は顕著だ。数年前に若年層の約半分が失業という厳しい状況にあったスペインでも、失業率は着実に低下している。さらに景気回復や労働市場の逼迫に伴い、ドイツやフランスなどの労働者にとっても賃金（上昇）への期待が高まってきているといわれている。

図表1 ユーロ圏のGDPと失業率の推移



(出所) Eurostat より大和総研作成

中央銀行の遅すぎる出口戦略への警鐘

国際決済銀行 (BIS) が6月25日に発表した年次報告書¹では、過去1年で世界経済の景況感が飛躍的に改善したことから、量的緩和と超低金利の金融政策の正常化を図るよう、政策決定者に促している。ブレグジットやトランプ政権誕生などによる政治的な実行力の減退などのリ

¹ BIS, "87th Annual Report", 2017年6月25日

スクは依然として残るものの、景況感の良いこの時期を逃し正常化が難しくなる状況を回避するように呼び掛けている。

無論、ユーロ圏経済の堅調な回復を受け、ECBはある程度、出口戦略に向けた道筋を探っていることには違いない。6月27日のECBフォーラムでの「金融政策におけるいくつかのパラメーターを調整し景気を回復させる」とのドラギ総裁の発言は、非常に緩やかなペースであるものについて出口戦略が本格的に開始されると市場では解釈されている。ECBは、2017年3月にTLTRO IIが最終局面を迎え、同4月には資産購入プログラム(QE)のペースを月額800億ユーロから同600億ユーロまで減少させてはいるものの本格的な出口戦略の発表には至っていない。ドラギ総裁が、ユーロ圏経済は回復の力を増しているものの、依然インフレは自律的な回復を見せず、QE継続の必要性があるとの主張を繰り返しているのが現状である。

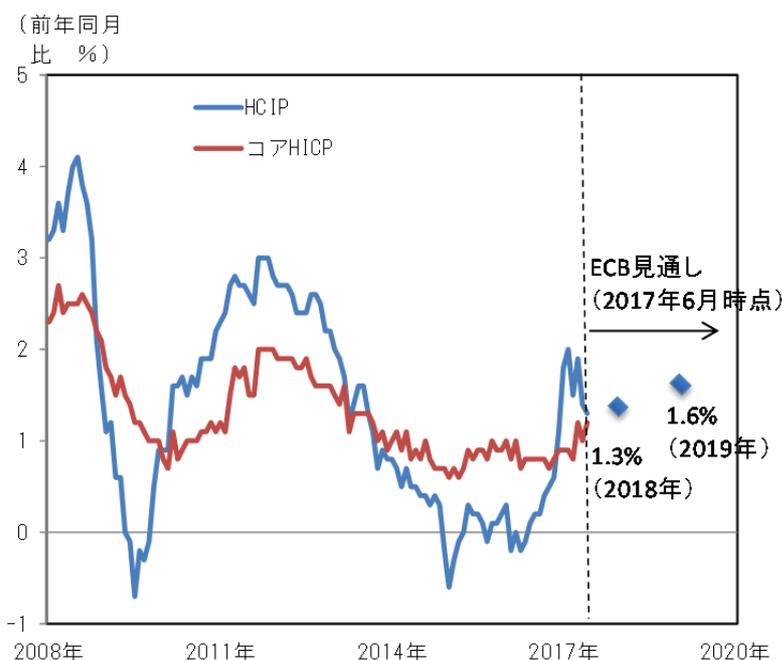
さらに9月にドイツの総選挙を控えていることもあり、それまでECBが緩和策解除に慎重な姿勢を崩すことはないというのが大方の予想となっている。ECBは、9月の定例理事会で出口戦略発表の下準備をし、10月の定例理事会でQEの規模縮小を発表する可能性が高いとされる。ただECBの金融政策は経済成長や失業率でなく物価の安定を主要目的とし、インフレ率を目標に置いている。ユーロ圏でのインフレ圧力が弱く、目標の2%からはほど遠いことから、FEDのような迅速な出口戦略にはならないというのがメインシナリオとされている。

また慎重な緩和策を選択した際の予想シナリオとしては、①(現行月額600億ユーロを)来年1月から年央にかけて月額100億ユーロずつ買い取り規模を縮小、②同1月から6月までは月額400億ユーロ程度の買い取りを継続、7月から年末までに段階的にゼロまで縮小、の2つなどが想定されている(双方のシナリオとも利上げ自体は2019年以降まで持ち越し)。

図表2 ECBの非伝統的金融政策の内容(左)とユーロ圏のインフレ率の推移とECB見通し(右)

ECBによる非伝統的金融政策

- ◆ 2014年6月5日より、中央銀行預金金利(下限金利)をマイナス0.1%とし、主要中央銀行の中で史上初となるマイナス金利を導入。2016年3月より同マイナス0.4%、政策金利である主要オペ金利は0.0%
- ◆ 2016年3月に導入した4年間のTLTRO II(貸出条件付き長期資金供給オペ)により、ベンチマーク対比で貸出増となった銀行には中銀預金金利で、貸出増とならなかった銀行にはゼロ金利で資金供給を保障
- ◆ 2015年3月より国債買い入れ型の量的緩和策を導入。ECBへの出資比率(キャピタル・キー)に応じて国債、政府系機関債、EU機関債の買い入れ。現行毎月800億ユーロのペース。ただし、2017年4月以降同600億ユーロとなり12月に終了予定



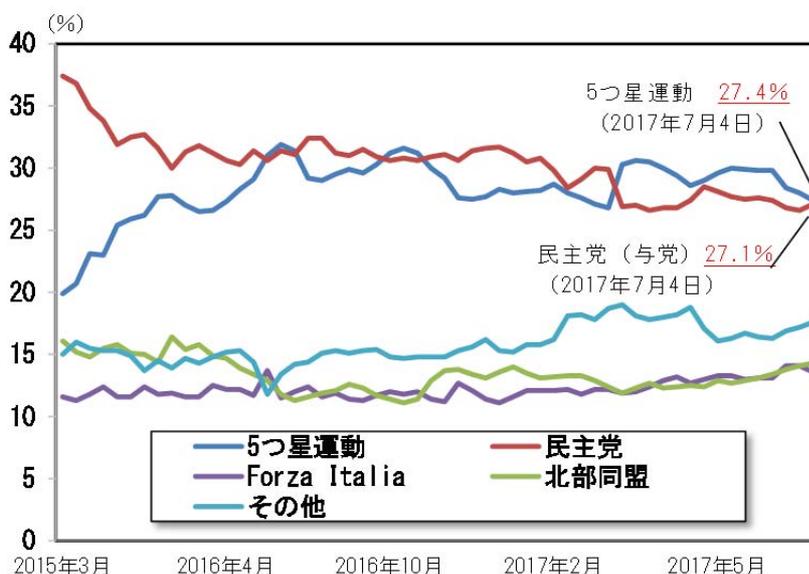
(出所) ECBより大和総研作成

ユーロ圏のアキレス腱であるイタリア政治・銀行問題が出口戦略を遅らせる

ECB が出口戦略をなかなか明示しないため、ユーロの上昇は抑えられている。市場は ECB が出口戦略に向かうのを心待ちにしているが、金融政策の転換に消極的な態度を続ける限り、再度ユーロに対する大きな危機が起こる懸念は完全には払拭することはできない。ただし、2018 年以降も QE を継続させると、ドイツ資産の買い入れがさらに困難となることが想定される。既にドイツ中銀は買い入れペースを減速させており、将来の買い入れ債券の枯渇に備えているといわれているため尚更である。もしそうなれば、出資比率（キャピタル・キー）に応じて買い入れる現行規制の変更など、一部の国から反対が根強い政策変更も視野に入る。そのため（次期 ECB の総裁候補でもある）ドイツ中銀のバイトマン総裁は、2018 年以降の QE 継続には反対の姿勢を示す。またメルケル首相も、マイナス金利で致命的な打撃を受けたドイツ国内のリテール金融に対する懸念を表明し、年金・保険などの分野に配慮して早期の利上げを期待する態度を明確にしている。よってもう一つの可能性として、ECB がより早期に出口戦略へのアプローチを取る可能性も未だ残されているといえよう。QE を 2018 年 1 月以降全てストップさせることや、2017 年内の利上げなどがその方法の一つとされる。特にこの秋に早期利上げに踏み切れば、テーパリング（QE 縮小のタイミング）を多少遅らせることは可能とされ、2018 年以降の段階的縮小も大きな混乱なく実施できる。

ただイタリアなどでは、当面の危機的状況は回避されたものの依然として不安定な政治状況を抱えているだけでなく、拙速な出口戦略で再度銀行セクターが危機に陥る可能性も指摘されている。現時点でも、銀行セクターの不確実性から投資家はイタリア資産を避ける傾向にあり、結果的にユーロの価値を大きく損ねているから尚更ともいえる。また銀行危機の再来は、（6 月の地方選で大敗したものの）ポピュリスト政党である 5 つ星運動のさらなる躍進につながりかねず、政治的混乱を招く可能性もある。イタリア人であるドラギ総裁だけに、ユーロ圏の中で最も脆弱な部類に入るイタリア経済を救うためには手段を選ばず何でもする可能性が残る。

図表 3 イタリアの政党支持率



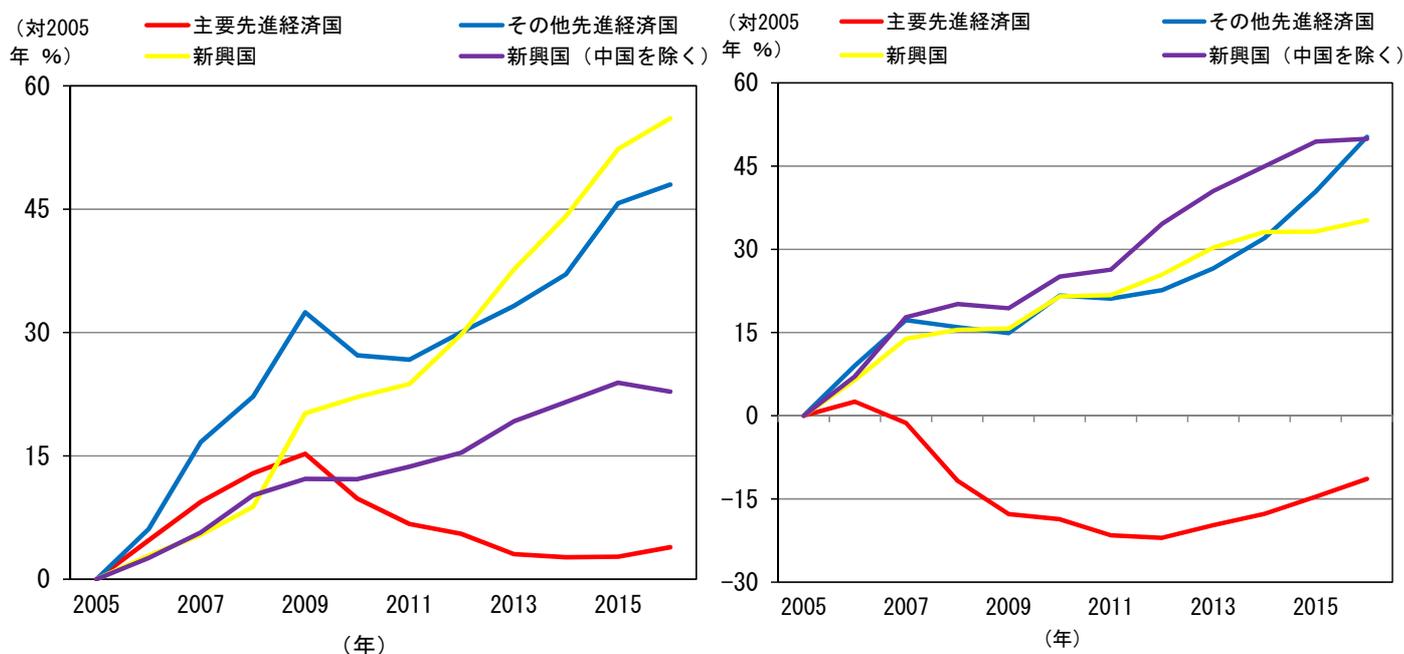
(出所) イタリア政府ウェブサイトより大和総研作成

BIS から新たな金融危機の警告 –2008 年の金融危機で深刻な経験をしていない国での家計債務の増大

また BIS は前述の年次報告書の中で、再び起こるかもしれない金融危機を回避するように中央銀行政策当局や政治家に注意を呼び掛けている。主要国の多くで起こっている軽率な銀行融資や、それに伴う一連の資産価格バブルへの警鐘を鳴らしている。

特に中期的な 4 つのリスク要因を挙げ、リーマン・ショック以来の金融危機の再発につながる恐れがあることを指摘している。そのリスク要因とは、①2008 年のグローバル金融危機の直撃を逃れた国（カナダ、スウェーデン、中国、タイ等）における民間債務や住宅価格の高さ、②一部の国で、金利上昇時に（債務返済負担が増し）高い水準にある家計債務が需要を抑制する可能性、③長く沈滞している生産性の伸びと高い水準の企業債務が、投資抑制につながる可能性、④保護主義の高まりが、特に新興国経済の見通しを悪化させることである。

図表 4 非金融セクターの与信の変化率（左）、実質不動産価格の変化率（右）（対 GDP 比）



(注) 主要先進経済国＝米国、日本、英国、ユーロ圏。その他先進経済国＝オーストラリア、カナダ、スイス、デンマーク、ノルウェー、ニュージーランド、スウェーデン。

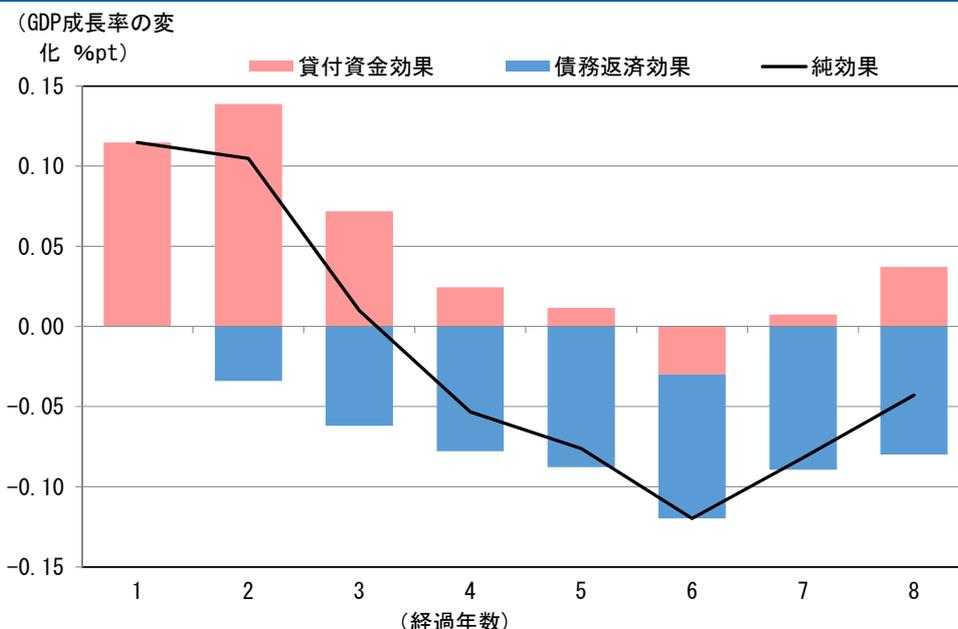
(出所) BIS 年次報告書より大和総研作成

その中でも BIS が最も警戒しているのは、家計債務の増大であろう。BIS は、長年にわたり世界の主要中銀が導入してきた非伝統的金融政策が招いた世界的な債務水準の大幅な上昇は、既に深刻な状態にあることを強調している。過剰債務は金融危機の根本的原因の一つであり、過去に大幅な景気後退を招いてきた。特に金融サイクルがピークを迎えると、その後に銀行や金融市場に膨大なストレスが発生することを警戒している。過去のグローバル金融危機の根幹には、家計における過度のレバレッジがあり、景気過熱とその後の急後退が政策当局のコントロール不能な状況をもたらしたことは明らかである。家計債務が長期にわたり GDP 成長率を上回る速度で成長することは、金融市場のストレスの一つであるだけでなく、経済成長にも大きな

影響を与える。過剰債務状態からのさらなる与信の積み増しは、短期的には経済成長につながる効果があるものの、中長期的には経済成長抑制につながるという実証結果なども BIS は示している。

また BIS は、グローバル金融危機の打撃が少なかった国や新興国の一部で、リーマン・ショック前に英米で見られた緊張に似た兆しが見られることを指摘している。（金融危機の中心ではなく）打撃を回避し得た国が、安価なクレジットの拡大を基盤に急速な成長を得たことで、リスクに曝されていると警鐘を鳴らす。このままの状態が続けば、世界経済に重大な問題が待ち構えていると BIS は心中穏やかではない。現段階でひとたび危機が起これば、主要国の中銀は、通貨価値の暴落に伴い金利引き上げを余儀なくされ、現在の経済成長に終止符が打たれるだろうと警告する。特に（前回の金融危機の直撃を回避し得た）カナダや、中国、タイ、香港などの債務水準は長期平均をはるかに上回るレベルに達しており、金融の過熱ぶりは英米よりもはるかに高いと警戒している。

図表5 過度の新規借入れが GDP 成長率に中長期的にはマイナスとなる実証結果



(出所) BIS 年次報告書より大和総研作成

安心感の漂う中、政策担当者が BIS からの警鐘に応じるかは不明

世界の市場や中央銀行の政策担当者が、一種の安心感に浸っている中で、債務危機への警告を率直に発した BIS は、ある意味で称賛に値するといえる。無論、金利を長期にわたり低く維持していれば債務は積み上がり、金融市場におけるリスクテイクが過熱するため、金融安定性とマクロ経済に対するリスクを増大させるとの警告は至ってシンプルなものともいえる。

ただ世界貿易が回復し、主要経済国の大半で GDP が改善基調にある現状に政策担当者は満足しており、過剰債務による危機の兆しを憂慮する BIS からの警告にどれだけ耳を傾けるかは疑問である。ドイツ・ハンブルクで開催された G20 で、ホスト国のメルケル首相は、FSB（金融安定理事会）が推進するより厳格な銀行規制に対し、米国からの賛同を得ようと懸命な努力をし

たものの、明確な成果を得ることはできずに終わっている。2008年のリーマン・ショックに端を発した金融危機を受け提案された一連の改革が、依然として制度として実現されておらず、新たな脆弱性が生じつつあることを多くの市場関係者は警戒しているといっても過言ではない。

無論、過去に大規模な非伝統的金融政策の出口を経験したことがない市場では、何が起こるかは誰もわからない。今後は、BISの年次報告書で示された、リーマン・ショック以来の金融危機の警告を、各国の中央銀行の政策担当者がどのように解釈して出口戦略に反映するかが注目される。

(了)